



安琪酵母 (600298.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入稳健增长，多重因素扰动利润

业绩简评

10月29日公司发布三季报，26Q1-Q3实现营收136.08亿元，同比+15.45%；实现归母净利润11.71亿元，同比+4.90%；扣非归母净利润10.15亿元，同比+5.18%。其中，26Q3实现营收44.21亿元，同比+13.73%；实现归母净利润2.90亿元，同比-8.46%；扣非归母净利润2.21亿元，同比-0.94%，业绩低于预期。

经营分析

海外补库收入提速，国内需求稳健增长。1) 分业务看，26Q3酵母及深加工销售收入为31.60亿元，同比+19.5%，预计系烘焙面食需求稳健复苏，YE及酵母蛋白等高附加值业务延续高增长态势。26Q3制糖/包装/其他产品销售收入分别为3.86/0.89/7.68亿元，同比+50.6%/+20.8%/-14.9%，配套板块经营同步回暖。2) 分区域看，26Q3国内/国外业务实现收入24.25/19.79亿元，同比+10.8%/+17.3%，国内边际降速主要系B端需求走弱，海外增速逐步改善系订单需求回补。

海运费大幅增长，汇兑损失叠加补助减少致归母承压。1) 26Q3毛利率22.26%，同比-2.17pct，环比-4.86pct。糖蜜成本仍有红利，但海运费即能源辅料成本大幅提升、叠加产品结构变动对冲利好。2) 26Q3销售/管理/研发/财务费率分别为5.98%/3.00%/4.08%/1.83%，同比-0.26/-0.76/+0.08/-0.38pct，期间费率基本维持稳定，财务费用绝对值仍处高位，主要系汇兑损失。3) 26Q3归母净利率为6.56%，同比-1.59pct，政府补助减少&所得税率提升均扰动利润。

看好出海+酵母蛋白双驱动，外部扰动背景下利润率逐步修复。收入端，海外持续扩张提升市占率、酵母蛋白等新品打造第三增长极。利润端，新榨季糖蜜成本有望稳中有降，叠加海运、汇兑、利息支出扰动减轻，业绩弹性有望兑现。

盈利预测、估值与评级

考虑到Q3各项因素扰动，我们下调26-28年利润9%/8%/8%，预计公司26-28年归母净利分别为16.7/20.4/23.6亿元，同比增长8%/22%/16%，对应PE分别为19x/15x/13x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：陈宇君 (执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.95元

相关报告：

1. 《安琪酵母公司点评：国内延续高增长，成本红利同步释放》，2026.8.15

2. 《安琪酵母公司点评：国内需求改善，Q1收入超预期》，2026.4.28

3. 《安琪酵母公司点评：Q4收入端提速，全年平稳收官》，2026.3.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,197	16,729	19,306	21,978	24,891
营业收入增长率	11.90%	10.08%	15.40%	13.84%	13.25%
归母净利润(百万元)	1,325	1,544	1,673	2,038	2,360
归母净利润增长率	4.28%	16.60%	8.32%	21.82%	15.80%
摊薄每股收益(元)	1.525	1.779	1.928	2.348	2.719
每股经营性现金流净额	1.90	2.85	3.32	3.83	4.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.23%	12.85%	12.61%	13.79%	14.20%
P/E	23.64	24.58	18.65	15.31	13.22
P/B	2.89	3.16	2.35	2.11	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	13,581	15,197	16,729	19,306	21,978	24,891
增长率		11.9%	10.1%	15.4%	13.8%	13.3%
主营业务成本	-10,296	-11,622	-12,596	-14,392	-16,445	-18,633
%销售收入	75.8%	76.5%	75.3%	74.5%	74.8%	74.9%
毛利	3,285	3,575	4,133	4,914	5,533	6,257
%销售收入	24.2%	23.5%	24.7%	25.5%	25.2%	25.1%
营业税金及附加	-107	-117	-133	-154	-176	-199
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-703	-828	-941	-1,023	-1,187	-1,344
%销售收入	5.2%	5.5%	5.6%	5.3%	5.4%	5.4%
管理费用	-459	-492	-549	-637	-725	-796
%销售收入	3.4%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
研发费用	-603	-632	-677	-772	-879	-996
%销售收入	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	1,413	1,507	1,834	2,327	2,566	2,922
%销售收入	10.4%	9.9%	11.0%	12.1%	11.7%	11.7%
财务费用	-16	-63	-135	-341	-156	-121
%销售收入	0.1%	0.4%	0.8%	1.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-75	-59	-64	-80	-80	-80
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	-2	-4	-5	-6	-5	-3
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,509	1,565	1,874	2,099	2,544	2,937
营业利润率	11.1%	10.3%	11.2%	10.9%	11.6%	11.8%
营业外收支	18	24	-2	2	2	2
税前利润	1,526	1,589	1,871	2,101	2,546	2,939
利润率	11.2%	10.5%	11.2%	10.9%	11.6%	11.8%
所得税	-215	-236	-282	-378	-458	-529
所得税率	14.1%	14.8%	15.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	1,312	1,353	1,589	1,723	2,088	2,410
少数股东损益	42	28	44	50	50	50
归属于母公司的净利润	1,270	1,325	1,544	1,673	2,038	2,360
净利率	9.4%	8.7%	9.2%	8.7%	9.3%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,312	1,353	1,589	1,723	2,088	2,410
少数股东损益	42	28	44	50	50	50
非现金支出	833	906	998	1,119	1,263	1,419
非经营收益	-33	53	175	171	150	148
营运资金变动	-791	-662	-283	-132	-179	-468
经营活动现金净流	1,321	1,650	2,478	2,881	3,321	3,509
资本开支	-1,706	-1,680	-1,529	-1,609	-2,351	-2,351
投资	-19	-86	-295	0	0	0
其他	0	0	-178	-406	-5	-3
投资活动现金净流	-1,725	-1,765	-2,002	-2,015	-2,356	-2,354
股权募资	177	180	70	0	0	0
债权募资	884	934	1,421	-1,448	-50	-230
其他	-775	-903	-721	-596	-677	-677
筹资活动现金净流	287	211	770	-2,043	-726	-906
现金净流量	-98	151	1,264	-1,177	239	248

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,193	1,378	2,812	1,632	1,869	2,116
应收款项	1,960	2,290	2,153	2,492	2,716	3,076
存货	3,818	4,282	5,105	5,205	5,857	6,637
其他流动资产	1,238	1,564	1,580	1,224	1,263	1,379
流动资产	8,209	9,514	11,650	10,552	11,706	13,208
%总资产	42.6%	43.8%	45.8%	41.0%	41.9%	43.4%
长期投资	555	603	660	980	900	820
固定资产	9,373	10,640	11,905	12,738	13,730	14,569
%总资产	48.6%	49.0%	46.8%	49.5%	49.1%	47.9%
无形资产	703	713	997	1,178	1,357	1,532
非流动资产	11,061	12,219	13,808	15,162	16,261	17,204
%总资产	57.4%	56.2%	54.2%	59.0%	58.1%	56.6%
资产总计	19,270	21,733	25,458	25,714	27,967	30,412
短期借款	3,404	4,379	6,077	4,911	4,461	4,031
应付款项	2,119	2,669	2,693	3,108	3,642	4,279
其他流动负债	715	732	889	891	1,095	1,244
流动负债	6,237	7,780	9,659	8,910	9,198	9,555
长期贷款	2,020	2,060	1,072	1,372	1,772	1,972
其他长期负债	417	554	1,829	1,245	1,243	1,242
负债	8,674	10,394	12,561	11,527	12,213	12,769
普通股股东权益	10,074	10,829	12,023	13,262	14,779	16,618
其中：股本	869	869	868	868	868	868
未分配利润	7,005	7,899	8,957	10,196	11,713	13,552
少数股东权益	522	511	875	925	975	1,025
负债股东权益合计	19,270	21,733	25,458	25,714	27,967	30,412

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.462	1.525	1.779	1.928	2.348	2.719
每股净资产	11.596	12.466	13.852	15.282	17.030	19.149
每股经营现金净流	1.520	1.899	2.855	3.320	3.826	4.042
每股股利	0.400	0.500	0.500	0.500	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	12.61%	12.23%	12.85%	12.61%	13.79%	14.20%
总资产收益率	6.59%	6.09%	6.07%	6.51%	7.29%	7.76%
投入资本收益率	7.54%	7.18%	7.37%	8.86%	9.12%	9.69%
增长率						
主营业务收入增长率	5.74%	11.90%	10.08%	15.40%	13.84%	13.25%
EBIT 增长率	-1.64%	6.61%	21.76%	26.86%	10.26%	13.87%
净利润增长率	-3.86%	4.28%	16.60%	8.32%	21.82%	15.80%
总资产增长率	13.83%	12.78%	17.14%	1.00%	8.76%	8.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.1	40.6	40.1	40.0	38.0	38.0
存货周转天数	121.0	127.2	136.0	132.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	61.1	59.0	62.1	63.0	65.0	68.0
固定资产周转天数	231.5	235.8	244.9	221.3	205.1	188.2
偿债能力						
净负债/股东权益	39.93%	44.63%	41.20%	39.67%	33.90%	27.57%
EBIT 利息保障倍数	89.5	23.7	13.6	6.8	16.5	24.1
资产负债率	45.01%	47.82%	49.34%	44.83%	43.67%	41.99%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	13	39	63
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.13	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究